

Srovnání zadluženosti evropských firem[#]

Eva Dufková^{} – Nikola Foffová^{**} – Milan Hrdý^{***} – Petr Marek^{****}*

Úvod

V rámci oceňování firmy (zvláště při metodě diskontovaných peněžních toků) je zapotřebí nejprve posoudit současnou kapitálovou strukturu a poté stanovit kapitálovou strukturu cílovou jako jedno z možných řešení cirkulačního problému (detailněji viz Mařík – Maříková, 2015, s. 260). Někteří odborníci (např. Copeland aj., 2002, s. 203) přitom doporučují využít pro tyto účely typickou strukturu srovnatelných podniků ze stejného odvětví nebo oboru. Nicméně takovýto postup lze zvolit jen tehdy, pokud kapitálová struktura v určitém odvětví či oboru nevykazuje u jednotlivých podniků příliš velké rozdíly. Současně lze na základě tohoto tvrzení předpokládat, že pokud pro dané odvětví či daný obor platí typická kapitálová struktura, pak by se neměla v jednotlivých zemích významně lišit. Předmětem šetření je zadluženost jako hlavní parametr kapitálové struktury. Cíl tohoto článku spočívá ve zhodnocení současného stavu a vývoje zadluženosti evropských firem podle jednotlivých států a podle jednotlivých odvětví a pomoci tak odhadcům při stanovení cílové kapitálové struktury jako jednoho z kroků při oceňování firem formou výnosové metody.

Data

Za zdroj dat posloužila databáze Amadeus (2019). Pro šetření byly vybrány firmy ve formě obchodní společnosti z odvětví A až J (podle NACE Rev. 2) s nezaporným vlastním kapitálem, pro které byly k dispozici data za celé sledované období od roku 2011 do roku 2015. Celkem se jednalo o 122 597 firem z 15 zemí Evropské unie (viz Tab. 1). U zbývajících zemí Evropské unie byla k dispozici data za méně než 100 firem, a proto nebyly firmy z těchto zemí do vyšetřovaného vzorku zahrnuty.

Tab. 1: Počet vyšetřovaných firem

Země	Odvětví										Celkem
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	
Belgie	20	17	1 088	28	64	502	1 511	397	50	151	3 828
Bulharsko	1 395	105	4 690	380	174	1 804	5 489	1213	1 059	628	16 937
ČR	1 192	48	4 210	447	192	1 581	3 450	771	344	366	12 601
Finsko	59	12	552	105	53	172	491	179	59	54	1 736
Francie	130	96	4 628	272	317	1 729	8 512	1229	286	813	18 012
Itálie	517	78	10 346	645	528	2 031	7 151	1483	479	729	23 987

[#] Článek je zpracován jako výstup projektu Vysoké školy ekonomické v Praze IP 100040.

^{*} Ing. Eva Dufková; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <eva.dufkova@vse.cz>.

^{**} Ing. Nikola Foffová; Neit Consulting s.r.o., Washingtonova 1624/5, 110 00 Praha 1; <nikola.foffova@neit.group>.

^{***} Doc. JUDr. Ing. Milan Hrdý, Ph.D.; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <milan.hrdy@vse.cz>.

^{****} Prof. Ing. Petr Marek, CSc.; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <petr.marek@vse.cz>.

Země	Odvětví										Celkem
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	
Lotyšsko	456	36	880	100	86	436	1 342	523	169	131	4 159
Lucembursko	1	1	48	3	7	84	88	33	9	10	284
Maďarsko	281	14	922	74	56	149	639	114	43	60	2 352
Německo	9	8	655	186	40	85	362	137	15	85	1 582
Polsko	26	2	41	4	3	18	40	14	1	12	161
Rumunsko	1 447	138	5 357	179	263	2 677	6 223	1 616	800	517	19 217
Řecko	107	28	1 645	106	48	411	2 367	322	558	229	5 821
Slovensko	808	35	2 366	206	125	927	3 094	701	355	263	8 878
Slovinsko	32	17	987	32	50	281	1 046	341	100	156	3 042
Celkem	6 480	635	38 415	2 765	2 006	12 887	41 805	9 073	4 327	4 204	122 597

Zdroj: Amadeus (2019), Foffová (2017) a vlastní výpočty.

Legenda (sloupce): A = zemědělství, lesnictví a rybářství, B = těžba dobývání, C = zpracovatelský průmysl, D = dodávání elektřiny, plynu, páry a klimatizovaného vzduchu, E = zásobování vodou, činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi, F = stavebnictví, G = velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel, H = doprava a skladování, I = ubytování, stravování a pohostinství, J = informační a komunikační činnosti.

Celková zadluženost, dlouhodobá úvěrová a krátkodobá úvěrová zadluženost

Pro měření celkové firemní zadluženosti byl zvolen ukazatel *věřitelského rizika*, VR, počítaný jako poměr dluhu (úročeného i neúročeného) k aktivům. V databázi Amadeus (2019) se jedná o ukazatel *debt to assets ratio* ($(Assets - Shareholder Funds) / Assets$). Postupně bylo provedeno prostorové a časové šetření podle zemí a podle odvětví. Vzhledem k vysoké citlivosti průměru na extrémní hodnoty byl jako střední hodnota vysvětlující vyšetřovaný soubor zvolen medián.

Při posuzování zadluženosti firem je však třeba vzít v úvahu zvlášť dlouhodobou a zvlášť krátkodobou zadluženost. Dlouhodobé dluhy bývají obvykle spojeny s investičními projekty, zatímco krátkodobé dluhy slouží zpravidla k financování provozní činnosti. Proto se tato studie věnuje rovněž časové struktuře dluhu. V tomto případě jsou zvažovány jen úročené dluhy neboli bankovní úvěry. Ukazatel *dlouhodobé úvěrové zadluženosti*, DÚZ, byl proto konstruován jako poměr dlouhodobého úvěru k aktivům (v databázi Amadeus poměr (*Long term debt / Assets*)) a ukazatel *krátkodobé úvěrové zadluženosti*, KÚZ jako poměr krátkodobého úvěru k aktivům (v databázi Amadeus poměr (*Loans / Assets*)). Z tohoto důvodu proto i součet mediánových hodnot dlouhodobé a krátkodobé zadluženosti nemusí odpovídat hodnotě mediánu celkové zadluženosti.

Tab. 2: Prostorové šetření věřitelského rizika v roce 2015 (medián v %)

Země	Odvětví										Celkem
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	
Bulharsko	39,68	48,09	43,46	80,12	43,66	44,99	52,51	51,03	57,66	41,58	48,16
Polsko	30,18	79,25	52,77	70,25	40,61	52,24	65,10	55,38	62,61	36,40	51,40
Maďarsko	27,26	41,85	52,42	66,26	68,06	54,46	57,61	58,88	57,02	56,46	52,19
ČR	37,83	48,20	51,99	78,61	44,04	60,53	55,65	61,35	82,60	55,34	56,81
Řecko	64,61	45,63	53,03	61,60	42,56	47,60	63,10	63,69	43,99	66,76	57,58

Země	Odvětví										Celkem
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	
Slovinsko	57,43	67,44	56,48	39,60	62,22	63,34	59,41	60,59	60,08	49,20	58,21
Lucembursko	58,98	18,79	54,88	61,13	56,33	63,79	60,10	57,16	79,54	62,31	59,96
Finsko	66,61	72,45	57,54	60,34	55,98	66,33	61,31	66,07	82,18	66,04	61,46
Rumunsko	63,25	67,18	58,33	87,75	57,09	64,67	64,51	66,34	63,76	56,16	62,80
Belgie	49,01	56,55	58,97	45,63	53,04	68,81	65,70	69,05	74,49	68,09	64,53
Lotyšsko	54,11	47,44	62,59	73,74	73,57	61,51	68,42	67,48	83,31	64,63	64,81
Francie	55,87	56,54	59,11	89,51	73,15	77,59	68,44	73,75	74,48	69,89	67,81
Německo	58,50	64,70	68,55	60,14	68,48	75,54	76,07	79,31	84,55	74,78	70,90
Slovensko	56,67	53,76	67,22	83,98	66,02	74,02	74,12	74,51	80,91	71,49	71,18
Itálie	74,21	66,33	66,83	76,90	75,97	82,73	77,18	79,92	68,14	73,40	73,01
Celkem	56,67	56,54	57,54	70,25	57,09	63,79	64,51	66,07	74,48	64,63	62,80

Zdroj: Amadeus (2019), Foffová (2017) a vlastní výpočty. Legenda (sloupce): viz Tab. 1.

Tab. 3: Prostorové šetření dlouhodobé úvěrové zadluženosti v roce 2015 (medián v %)

Země	Odvětví										Celkem
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	
Řecko	6,38	6,34	6,52	38,33	4,52	0,72	2,15	3,42	11,49	3,46	3,94
Bulharsko	6,35	7,45	4,91	49,30	3,51	1,98	1,96	9,05	14,83	0,42	3,96
Slovensko	8,68	7,08	6,45	39,42	10,76	3,99	2,76	14,90	7,75	2,56	5,50
Francie	8,42	17,91	7,63	67,01	12,66	5,61	4,33	7,04	14,50	6,53	6,02
ČR	17,84	8,58	6,67	55,66	6,88	3,77	6,75	8,61	20,49	1,47	6,50
Maďarsko	7,31	2,03	7,74	7,69	11,06	3,50	4,77	12,63	15,97	1,66	6,62
Belgie	12,41	9,87	8,70	13,62	19,06	7,45	5,45	11,67	27,15	1,80	7,28
Rumunsko	18,13	16,27	11,34	33,67	15,61	9,75	4,71	19,45	23,79	6,77	9,90
Polsko	12,89	38,94	14,10	39,88	17,45	10,18	3,43	17,21	11,64	13,08	10,96
Lucembursko	17,37	4,77	8,91	30,92	16,37	14,14	11,84	4,58	21,43	13,29	12,36
Itálie	14,51	22,10	13,25	21,02	19,95	17,89	9,43	13,59	26,51	11,82	12,44
Slovinsko	20,27	20,05	15,55	19,45	21,84	11,34	7,64	19,57	17,34	5,92	12,76
Finsko	33,73	49,40	12,37	37,68	34,20	9,41	9,00	18,60	16,39	7,10	14,78
Lotyšsko	27,47	24,18	18,05	46,35	56,25	10,73	9,01	22,56	24,39	8,12	15,60
Německo	13,89	28,73	29,68	32,23	35,27	27,51	22,55	41,68	33,62	29,61	29,47
Celkem	13,89	16,27	8,91	37,68	16,37	9,41	5,45	13,59	17,34	6,53	10,96

Zdroj: Amadeus (2019), Foffová (2017) a vlastní výpočty. Legenda (sloupce): viz Tab. 1.

Tab. 4: Prostorové šetření krátkodobé úvěrové zadluženosti v roce 2015 (medián v %)

Země	Odvětví										Celkem
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	
Bulharsko	23,42	24,78	25,83	12,66	27,51	31,37	33,70	27,00	16,46	30,13	27,86
Německo	29,58	23,20	29,09	24,18	25,50	39,44	43,72	24,37	26,15	33,04	30,96
Polsko	9,89	40,31	31,04	30,31	8,83	37,97	51,17	38,82	50,97	17,79	32,75
Lotyšsko	19,23	19,16	33,76	19,15	11,57	40,05	47,42	33,63	36,89	42,29	35,46
Slovinsko	29,09	33,60	32,65	10,09	36,47	42,35	41,30	32,63	29,44	33,53	35,59
Finsko	28,07	25,36	33,73	13,05	15,63	45,29	42,89	37,54	58,64	45,33	36,51
Maďarsko	17,47	32,80	38,40	35,07	37,88	43,27	45,72	38,98	30,54	47,44	38,13
ČR	13,41	28,03	35,73	11,11	27,34	45,99	36,83	42,44	37,62	43,90	38,26

Země	Odvětví										Celkem
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	
Lucembursko	41,61	14,01	35,17	25,40	19,24	41,10	36,36	38,41	59,55	43,39	38,57
Rumunsko	33,34	35,10	36,08	30,03	27,42	43,66	48,67	33,94	21,05	38,67	39,85
Řecko	50,86	24,51	36,88	11,61	29,14	37,98	50,98	48,24	18,79	53,61	41,80
Belgie	27,62	25,63	41,71	22,30	25,65	52,21	52,39	46,33	27,80	58,63	47,85
Itálie	50,81	31,66	47,86	30,78	46,70	48,45	62,66	60,14	24,77	54,14	52,61
Slovensko	41,05	36,82	51,80	28,31	42,88	62,85	60,21	49,04	61,78	56,86	54,46
Francie	37,52	32,20	44,55	15,15	54,09	66,55	57,62	60,95	45,94	57,72	54,47
Celkem	29,09	28,03	35,73	22,30	27,42	43,27	47,42	38,82	30,54	43,90	38,13

Zdroj: Amadeus (2019), Foffová (2017) a vlastní výpočty. Legenda (sloupce): viz Tab. 1.

Z prostorového šetření v tabulkách č. 2, 3 a 4 vyplývá vysoká různorodost dosažených výsledných mediánů, která neumožňuje přijmout jednoduché závěry o typických (standardních) úrovních firemní zadluženosti za jednotlivé země a za jednotlivá odvětví.

Pohled z teritoriálního hlediska

Ze srovnání mediánů *VR* vychází jako 5 zemí s nejnižší firemní zadlužeností Bulharsko, Polsko, Maďarsko, Česká republika a Řecko a naopak 5 zemí s nejvyšší firemní zadlužeností představuje Itálie, Slovensko, Německo, Francie a Lotyšsko. Itálie je přitom jedinou zemí, která současně patří mezi 5 zemí jak s nejvyšší krátkodobou tak i dlouhodobou firemní zadlužeností. V případě Německa a Lotyšska způsobuje vysokou hodnotu mediánu *VR* pouze vysoká hodnota mediánu *DÚZ*, zatímco hodnota mediánu *KÚZ* těchto zemí patří k těm nižším. U Slovenska a Francie je tomu naopak, neboť tyto země vykazují vysokou hodnotu mediánu *KÚZ* a nízkou hodnotu mediánu *DÚZ*. Bulharsko trumfuje jednoznačně jako země s nejnižší firemní zadlužeností *VR*, hodnota mediánu *KÚZ* vystupuje u této země v daném vzorku jako úplně nejnižší a hodnota mediánu *DÚZ* jako druhá nejnižší. Polsko, Maďarsko i Česká republika si udržují buď nízkou, nebo střední firemní zadluženost, a to krátkodobou i dlouhodobou. Postavení Řecka lze považovat za poměrně překvapivé, ačkoliv tato země má nízkou celkovou firemní zadluženost *VR*, tak u ní můžeme zároveň nalézt vysokou hodnotu mediánu *KÚZ*. Nízká hodnota mediánu *VR* u této země je tak způsobena velmi nízkou hodnotou mediánu *DÚZ*. Dlouhodobá úvěrová zadluženost bývá nicméně spojená s vyššími investicemi a řecké firmy se tak v posledních letech potýkají se zvýšenou nedůvěrou ze strany věřitelů, čerpaný bankovní úvěr pak musí využít především na řešení aktuálních provozních problémů.

Zajímavý pohled na tuto problematiku pak získáme, když porovnáme celkovou firemní zadluženost u zemí, které jsou a které nejsou členy Evropské měnové unie (dále též EMU). Ve vyšetřovaném vzorku 15 členských zemí Evropské unie se nachází 10 členů EMU a 5 nečlenů EMU. Nejnižší celkovou zadluženost *VR* nicméně vykazují 4 nečlenské země EMU: Bulharsko, Polsko, Maďarsko a Česká republika (srv. Poulová, 2017). Pouze Rumunsko má z nečlenských zemí EMU středně velkou firemní zadluženost. Tento jev (vliv členství v EMU na vyšší zadluženost firem) lze nejspíše hledat ve snazším přístupu k úvěrům z jiných zemí EMU daný nulovým devizovým rizikem při obchodování a investování na trzích EMU.

Nejnižší difference v hodnotách mediánů *VR* za odvětví v rámci jedné země se vyskytuje u dvou zemí s nejvyšší celkovou hodnotou mediánu *VR*, tj. u Slovenska (16,4 % bodů) a u Itálie (17,9 % bodů). Naopak největší difference patří Lucembursku (60,6 % bodů)

a Polsku (49,1 % bodů). Vysokou diferenci u Lucemburska lze vysvětlit patrně menším počtem vyšetřovaných prvků. Jinými slovy řečeno v podstatě v každé zemi můžeme nalézt vysoké rozdíly mezi nejvíce a nejméně zadluženým odvětvím.

Tab. 5: Časové šetření věřitelského rizika podle jednotlivých zemí (medián v %)

Země	Roky					Index 2015/2011
	2011	2012	2013	2014	2015	
Německo	72,32	72,54	72,24	71,33	70,90	0,98
Slovensko	73,71	74,07	73,80	72,29	71,18	0,97
Francie	70,12	70,12	69,40	68,65	67,81	0,97
Itálie	76,03	75,15	74,34	74,06	73,01	0,96
Belgie	66,97	66,46	66,08	65,60	64,53	0,96
Polsko	53,61	52,16	53,50	52,85	51,40	0,96
Finsko	64,97	64,72	62,90	62,20	61,46	0,95
Maďarsko	55,78	54,59	54,48	54,34	52,19	0,94
Řecko	61,83	58,25	57,58	58,20	57,58	0,93
Lucembursko	66,25	63,63	62,67	62,10	59,96	0,91
ČR	62,36	61,56	60,92	59,11	56,81	0,91
Rumunsko	70,55	69,98	67,70	65,81	62,80	0,89
Lotyšsko	73,86	71,05	68,66	66,96	64,81	0,88
Slovinsko	65,84	64,32	62,35	59,80	58,21	0,88
Bulharsko	56,89	64,92	52,64	51,02	48,16	0,85

Zdroj: Amadeus (2019), Foffová (2017) a vlastní výpočty.

Z časového šetření mediánu VR podle jednotlivých zemí (viz Tab. 5) plyne překvapivé zjištění. Ve všech sledovaných zemích nastalo od roku 2011 do roku 2015 snížení hodnoty mediánu VR. Nejmenší pokles nastal u zemí s nejvyšší hodnotou mediánu VR, tj. u Itálie, Slovenska, Německa a Francie, největší u Bulharska, tj. u země s nejnižší hodnotou mediánu VR.

Pohled z odvětvového hlediska

Ze srovnání mediánů VR podle odvětví se jako nejméně zadlužené odvětví jeví sektory A (zemědělství lesnictví a rybářství), B (těžba a dobývání) a C (zpracovatelský průmysl), neboli z hlediska tvorby hrubého domácího produktu obvykle stěžejní odvětví. Nejvíce zadlužené odvětví podle VR zastupují sektory I (ubytování, stravování a pohostinství), D (dodávání elektřiny, plynu, páry a klimatizovaného vzduchu) a H (doprava a skladování).

Nejnižší diferenci v hodnotách mediánů za odvětví v rámci jedné země lze vidět u sektorů G (velkoobchod a maloobchod, 24,7 % bodů) a C (25,1 % bodů), nejvyšší u sektorů B (60,5 % bodů) a D (49,9 % bodů). Existují oborové standardy zadluženosti platné pro jednotlivá odvětví? Pokud lze považovat 25% bodovou diferenci za významnou, potom ohledně existence oborových hodnot celkové firemní zadluženosti lze vyjádřit určitý skepticismus (srv. Hrdý, 2016).

Přesto však lze určité charakteristické rysy zadluženosti pro jednotlivá odvětví nalézt. Odvětví G vykazuje současně nejnižší dlouhodobou zadluženost DÚZ a nejvyšší krátkodobou zadluženost, přitom celkovou zadluženost VR lze označit spíše za střední. Podobně je na tom

i odvětví J (informační a komunikační činnosti) s druhou nejnižší hodnotou mediánu *DÚZ* a druhou nejvyšší hodnotou mediánu *KÚZ*, a opět se spíše středně velkou celkovou zadlužeností *VR*. Přesně naopak je na tom odvětví D mající nejvyšší hodnotu mediánu *DÚZ* (diference oproti druhé nejvyšší hodnotě u odvětví I činí difference dokonce více než 20 % bodů) a nejnižší hodnotu mediánu *KÚZ*. Odvětví I má druhou nejvyšší hodnotu mediánu *DÚZ* a současně pátou nejnižší hodnotu mediánu *KÚZ*. Obě odvětví přitom vykazují dvě nejvyšší mediánové hodnoty celkové zadluženosti *VR*. V případě odvětví E (zásobování vodou, činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi) představuje hodnota mediánu *DÚZ* třetí nejvyšší hodnotu a hodnota mediánu *KÚZ* druhou nejnižší hodnotu, avšak toto odvětví má naopak třetí nejnižší mediánovou hodnotu *VR*.

Jestliže jsme vyjádřili výše určitý skepticismus ohledně existence oborových standardů celkové zadluženosti, pak v případě *DÚZ* a *KÚZ* lze naopak určité rysy těchto standardů nalézt. Předpokládejme, že takovéto standardy platí, pak by ovšem měly také platit napříč jednotlivými zeměmi. V různých zemích by pořadí mediánových hodnot *DÚZ* a *KÚZ* jednotlivých odvětví mělo být přibližně stejné. A právě takováto zjištění naše studie mimo jiné přináší. Uveďme tři příklady:

- Odvětví G: ve 12 sledovaných zemích představuje *DÚZ* tohoto odvětví první nebo druhou nejnižší hodnotu mediánu (jen u 3 zemí je to čtvrtá nejnižší hodnota) a *KÚZ* tohoto odvětví je u 9 zemí první nebo druhou nejvyšší hodnotou mediánu (v pořadí nejvyšší hodnotu ukazatele mezi jednotlivými odvětvími lze nalézt u Lucemburska, kde se i tak jedná o šestou nejvyšší hodnotu, a navíc počet vyšetřovaných podniků za tuto zemi je poměrně nízký).
- Odvětví J: u 10 sledovaných zemí jde v případě tohoto odvětví o první nebo druhou nejnižší hodnotu mediánu *DÚZ* a u 8 zemí první nebo druhou nejvyšší hodnotu mediánu *KÚZ*.
- Odvětví D: celkem u 10 sledovaných zemí tvoří hodnota mediánu *DÚZ* tohoto odvětví buď první, nebo druhou nejvyšší hodnotu, a u 11 zemí první či druhou nejnižší hodnotu mediánu *KÚZ*.

Tab. 6: Časové šetření věřitelského rizika podle jednotlivých odvětví (medián v %)

Roky	Odvětví (v %)									
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
2011	56,09	56,71	62,09	68,70	57,04	69,80	67,82	71,83	77,52	68,23
2012	56,97	56,27	61,86	66,76	56,04	69,64	66,70	71,55	77,35	68,04
2013	57,92	55,61	60,16	70,47	61,09	65,78	65,78	69,54	75,50	66,32
2014	56,98	57,28	59,39	66,88	59,06	66,43	66,47	68,61	73,67	64,59
2015	56,67	56,54	57,54	70,25	57,09	63,79	64,51	66,07	74,48	64,63
Index 2015/2011	1,010	0,997	0,927	1,023	1,001	0,914	0,951	0,920	0,961	0,947

Zdroj: Amadeus (2019), Foffová (2017) a vlastní výpočty. Legenda (sloupce): viz Tab. 1.

Podobný, nikoliv však tak jednoznačný, trend byl shledán i v rámci časového šetření mediánu *VR* podle jednotlivých odvětví (viz Tab. 6). U sedmi z deseti odvětví (sektory B, C, F až J) nastal od roku 2011 do roku 2015 pokles, u tří odvětví (sektory A, D a F) růst mediánu *VR*.

Z hlediska dalšího výzkumu by bylo zajímavé porovnat, zda odvětví s rostoucím mediánem VR nejsou právě ta odvětví, která patří současně i k největším příjemcům dotací.

Závěr

Z provedené analýzy celkové zadluženosti evropských obchodních společností vyplývá široké rozmezí dosažených hodnot za jednotlivé země a za jednotlivá odvětví. Diference mediánových hodnot v rámci jedné země mezi jednotlivými odvětvími a stejně i v rámci jednoho odvětví mezi jednotlivými zeměmi jsou značné. Druh odvětví jako determinant kapitálové struktury v tomto směru tedy zklamává. Z časového hlediska je jasné patrný pokles úrovně celkové zadluženosti firem v posledních pěti letech. Tento trend byl pozorován v mediánové hodnotě věřitelského rizika u všech patnácti sledovaných zemí a v sedmi z deseti pozorovaných odvětvích. Ačkoliv lze vůči platnosti oborových standardů na základě této studie vyjádřit jistý skepticismus, můžeme pro některá odvětví a dokonce i pro některé země nalézt převažující preference buď pro dlouhodobou, nebo krátkodobou úvěrovou zadluženost. Například firmy v odvětví G (velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel) a J (informační a komunikační činnosti) dávají přednost krátkodobému dluhu, zatímco firmy v odvětví D (dodávání elektřiny, plynu, páry a klimatizovaného vzduchu), E (zásobování vodou, činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi) či I (ubytování, stravování a pohostinství) dlouhodobému dluhu.

Pro správné pochopení firemní zadluženosti a jejího významu pro finanční hospodaření a tedy i vlivu na hodnotu firmy je zapotřebí vyhodnotit zadluženost v širších souvislostech. Pro další výzkum zadluženosti lze doporučit rozbor vlivu jednotlivých determinantů, např. velikosti firmy, rentability aktiv či vlastního kapitálu, podílu dlouhodobých hmotných aktiv, dluhových a nedluhových daňových štítů, růstových příležitostí, likvidity atd. (srv. Shyam-Sunder – Myers, 1999; Bauer, 2004; Singh – Kumar, 2012; Foffová, 2017; Poulová, 2017). Podrobný výzkum si určitě zaslouží i vzájemný vztah mezi zadlužeností státu, zadlužeností domácností a firemní zadlužeností (Foffová aj., 2017).

Literatura:

- [1] AMADEUS (2019): *Databáze Amadeus*. Brussels, Bureau Van Dijk.
- [2] Bauer, P. (2004): *Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from the Czech Republic*. Czech Journal of Economics and Finance, roč. 54, č. 1-2, s. 2-21. ISSN 0015-1920.
- [3] Copeland, T. – Koller, T. – Murrin, J. (2002): *Unternehmenswert*. Frankfurt, Campus. ISBN 978-3593-36895-5.
- [4] Foffová, N. (2017): *Prostorové a časové šetření zadluženosti evropských společností*. Praha, Vysoká škola ekonomická, bakalářská práce.
- [5] Foffová, N. – Hrdý, M. – Marek, P. (2017): *Leverage of European Firms*. In: *Financial Management of Firms and Financial Institutions*. Ostrava, VŠB-TU Ostrava, s. 237–245. ISBN 978-80-248-4138-0.
- [6] Hrdý, M. (2016): *Cílová kapitálová struktura a oborové standardy*. Oceňování, roč. 9, č. 2, s. 10-21. ISSN 1803-0785.
- [7] Mařík, M. – Maříková, P. (2015): *Kapitálová struktura – problém výnosového ocenění podniku*. Ekonomický časopis, roč. 63, č. 3, s. 259-277. ISSN 0013-3035.

- [8] Poulková, L. (2017): *Struktura kapitálu českých akciových společností*. Český finanční a účetní časopis, roč. 12, č. 4, s. 25-39. ISSN 1802-2200.
- [9] Shyam-Sunder, L. – Myers, S. (1999): *Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure*. Journal of Financial Economics, roč. 51, č. 2, s. 219-244. ISSN 0304-405X.
- [10] Singh, P. – Kumar, B. (2012): *Trade-off Theory vs Pecking Order Theory Revisited Evidence from India*. Journal of Emerging Market Finance, roč. 11, č. 2, s. 145-159. ISSN 0972-6527.

Srovnání zadluženosti evropských firem

Eva Dufková – Nikola Foffová – Milan Hrdý – Petr Marek

ABSTRAKT

Článek se zabývá srovnáním celkové zadluženosti firem v 15 členských zemích Evropské unie a v 10 odvětvích. Pro měření jsou zvoleny mediánové hodnoty ukazatelů věřitelského rizika, dlouhodobé úvěrové zadluženosti a krátkodobé úvěrové zadluženosti. Z výsledků analýzy vyplývá široké rozmezí dosažených hodnot za jednotlivé země a za jednotlivá odvětví. Určité závěry lze vyslovit jen o určitých preferencích dlouhodobé či krátkodobé úvěrové zadluženosti v rámci zemí či odvětví.

Klíčová slova: Zadluženost firem; Věřitelské riziko; Dlouhodobá úvěrová zadluženost; Krátkodobá úvěrová zadluženost.

Comparison of European Firms Indebtedness

ABSTRACT

Paper deals with the comparison of the total indebtedness of companies in the 15 member states of the European Union and in 10 sectors. The median values of indicators of debt to assets ratio, long-term credit indebtedness and short-term credit indebtedness are selected for measurement. The results of the analysis show a wide range of values achieved by country and by sectors. Some conclusions can only be made about certain preferences of long-term or short-term credit indebtedness within some countries or some sectors.

Key words: Leverage of firms; Debt to assets ratio; Long-term credit indebtedness; Short-term credit indebtedness.

JEL classification: G32, M41.